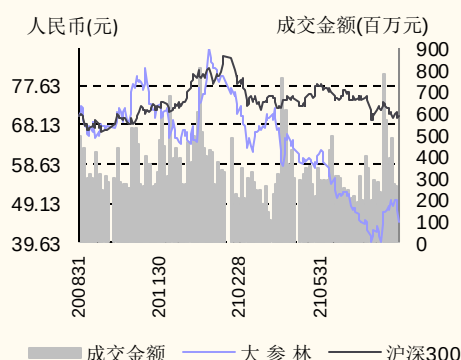


大参林 (603233.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 44.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.90
已上市流通 A 股(亿股)	7.88
总市值(亿元)	352.49
年内股价最高最低(元)	86.52/39.63
沪深 300 指数	4827
上证指数	3522

**相关报告**

- 1.《加大布局互联网医疗，期待业绩拐点-大参林点评 20210615》，2021.6.17
- 2.《短期收入部分承压，全年业绩有望恢复高速增长-大参林 2021Q1...》，2021.4.29
- 3.《业绩持续高涨，外拓内升实力突显-业绩持续高涨，外拓内升实力突...》，2021.4.20
- 4.《持续受益处方外流，净利润增速超过 50%-【国金医药·2020...】》，2021.1.27
- 5.《处方外流进程加快，深耕华南持续扩

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

业绩短期承压，门店扩张稳步推进**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,583	16,759	20,239	25,069	31,700
营业收入增长率	30.89%	14.92%	20.76%	23.86%	26.45%
归母净利润(百万元)	1,062	791	1,120	1,478	2,066
归母净利润增长率	51.17%	-25.51%	41.59%	31.93%	39.78%
摊薄每股收益(元)	1.613	1.000	1.416	1.869	2.612
每股经营性现金流净额	2.92	0.73	2.57	3.73	5.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.73%	14.44%	18.93%	20.65%	22.99%
P/E	102.21	164.78	116.38	88.22	63.11
P/B	20.16	23.80	22.03	18.21	14.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评:

- 4月27日公司发布2021年年报及2022年一季报，2021年实现收入167.6亿元(+15%)，归母净利润7.9亿元(-26%)，扣非归母净利润7.2亿元(-30%)；2021年Q4单季度实现收入44.0亿元(+7.7%)，归母净利润-0.27亿元(-114%)，扣非归母净利润-0.42亿元(-124%)；
- 2022年Q1公司实现收入46.7亿元(+15%)，归母净利润3.84亿元(+13%)，扣非归母净利润3.96亿元(+17%)。

经营分析

- **业绩短期承压，盈利能力逐步恢复。**2021年公司整体毛利率为38%，同比微降0.32pct，净利率为4.8%。2022年Q1毛利率41.5%，同比增加了2.2pct，环比增加了3.7pct；净利率8.2%，同比微降0.37%，环比增加了8.8pct，整体经营情况向好发展。随着公司持续优化内部精细化管理水平，整体业绩有望逐步恢复并进一步提升。
- **省外扩展态势向好，全国布局进一步平衡。**公司积极向省外拓展，2021年新进湖北、海南、四川、山东和重庆等5个省份，截至2022年Q1共覆盖全国15个省市区域。其中，华南以外地区直营门店数量占比由2020年底的22.2%提升至30.3%。此外，华东地区2021年及2022年Q1收入同比增长为21%和54%；东北、华北、西北及西南地区收入同比增长为97%和184%。随着省外持续扩张，公司区域发展进一步平衡，有望保持较高业绩增速。
- **发展新零售新业态，打造长期竞争优势。**公司加速布局互联网业务，截至2021年底，公司O2O送药服务已覆盖全国7240家门店，覆盖门店上线率达到89%；同时开展B2C业务，利用中心仓+地区仓+前置仓的发货模式，覆盖全国，2021年公司新零售业务(O2O+B2C)销售同比增长87%。互联网业务有望为公司新零售赋能，加速公司线上发展，从而提升公司市场占有率，加快行业集中度提升的进程。

盈利预测及投资建议

- 由于疫情发展的不确定性，我们下调公司22-23年归母净利润30%/28%，预计22-24年归母净利润分别为11.2亿、14.8亿和20.7亿，增速分别为42%、32%、40%，维持“买入”评级。

风险提示

- 外延并购不确定性；处方外流不达预期；互联网冲击风险；收入地区集中。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,141	14,583	16,759	20,239	25,069	31,700
增长率		30.9%	14.9%	20.8%	23.9%	26.5%
主营业务成本	-6,743	-8,973	-10,366	-12,407	-15,342	-19,369
%销售收入	60.5%	61.5%	61.9%	61.3%	61.2%	61.1%
毛利	4,399	5,609	6,394	7,832	9,727	12,331
%销售收入	39.5%	38.5%	38.1%	38.7%	38.8%	38.9%
营业税金及附加	-61	-60	-68	-101	-125	-159
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,899	-3,471	-4,266	-4,959	-6,017	-7,608
%销售收入	26.0%	23.8%	25.5%	24.5%	24.0%	24.0%
管理费用	-520	-702	-921	-971	-1,203	-1,522
%销售收入	4.7%	4.8%	5.5%	4.8%	4.8%	4.8%
研发费用	0	-5	-45	-20	-50	-63
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	918	1,372	1,094	1,781	2,331	2,980
%销售收入	8.2%	9.4%	6.5%	8.8%	9.3%	9.4%
财务费用	-30	11	-170	-291	-314	-229
%销售收入	0.3%	-0.1%	1.0%	1.4%	1.3%	0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	-50	0
公允价值变动收益	0	8	35	0	0	0
投资收益	16	18	9	10	10	10
%税前利润	1.8%	1.3%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	918	1,448	1,041	1,500	1,977	2,761
营业利润率	8.2%	9.9%	6.2%	7.4%	7.9%	8.7%
营业外收支	1	-2	3	0	0	0
税前利润	919	1,446	1,044	1,500	1,977	2,761
利润率	8.3%	9.9%	6.2%	7.4%	7.9%	8.7%
所得税	-223	-363	-240	-375	-494	-690
所得税率	24.2%	25.1%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	697	1,083	804	1,125	1,483	2,071
少数股东损益	-6	21	13	5	5	5
归属于母公司的净利润	703	1,062	791	1,120	1,478	2,066
净利率	6.3%	7.3%	4.7%	5.5%	5.9%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	697	1,083	804	1,125	1,483	2,071
少数股东损益	-6	21	13	5	5	5
非现金支出	292	340	423	519	630	725
非经营收益	3	-14	113	480	365	301
营运资金变动	701	512	-763	-90	472	855
经营活动现金净流	1,693	1,921	577	2,035	2,950	3,952
资本开支	-494	-780	-1,273	-1,084	-950	-850
投资	-1,180	-309	284	0	0	0
其他	15	18	21	10	10	10
投资活动现金净流	-1,659	-1,071	-968	-1,074	-940	-840
股权募资	18	116	152	-444	0	0
债权募资	704	1,451	-77	1,769	54	-933
其他	-301	-358	-1,686	-570	-612	-548
筹资活动现金净流	420	1,209	-1,612	754	-558	-1,481
现金净流量	455	2,058	-2,003	1,715	1,452	1,631

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,716	3,750	2,792	3,700	4,566	5,771
应收款项	558	659	1,052	987	1,154	1,459
存货	2,055	2,683	3,630	3,569	4,414	5,306
其他流动资产	1,139	1,205	393	958	993	1,042
流动资产	5,468	8,297	7,868	9,214	11,127	13,578
%总资产	63.1%	67.3%	45.4%	48.3%	52.2%	56.8%
长期投资	117	150	150	150	100	100
固定资产	1,119	1,287	1,920	2,456	2,535	2,534
%总资产	12.9%	10.4%	11.1%	12.9%	11.9%	10.6%
无形资产	1,827	2,396	3,348	3,723	4,191	4,485
非流动资产	3,204	4,035	9,468	9,876	10,196	10,321
%总资产	36.9%	32.7%	54.6%	51.7%	47.8%	43.2%
资产总计	8,672	12,332	17,336	19,090	21,323	23,899
短期借款	69	192	1,071	2,860	2,914	1,981
应付款项	3,496	4,656	5,374	5,692	7,036	8,883
其他流动负债	438	621	731	762	937	1,192
流动负债	4,003	5,468	7,176	9,314	10,886	12,055
长期贷款	16	0	0	0	0	0
其他长期负债	321	1,291	4,224	3,397	2,811	2,385
负债	4,340	6,759	11,400	12,711	13,697	14,440
普通股股东权益	4,240	5,385	5,479	5,917	7,158	8,987
其中：股本	540	659	791	791	791	791
未分配利润	1,968	2,627	2,601	3,484	4,724	6,553
少数股东权益	92	188	457	462	467	472
负债股东权益合计	8,672	12,332	17,336	19,090	21,323	23,899

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.302	1.613	1.000	1.416	1.869	2.612
每股净资产	7.858	8.176	6.927	7.481	9.050	11.362
每股经营现金净流	3.138	2.916	0.729	2.573	3.730	4.997
每股股利	0.230	0.340	0.280	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	16.57%	19.73%	14.44%	18.93%	20.65%	22.99%
总资产收益率	8.10%	8.61%	4.56%	5.87%	6.93%	8.64%
投入资本收益率	14.93%	14.74%	10.21%	12.73%	14.83%	17.61%
增长率						
主营业务收入增长率	25.76%	30.89%	14.92%	20.76%	23.86%	26.45%
EBIT增长率	26.61%	49.40%	-20.26%	62.78%	30.90%	27.81%
净利润增长率	32.17%	51.17%	-25.51%	41.59%	31.93%	39.78%
总资产增长率	32.66%	42.21%	40.58%	10.12%	11.69%	12.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	9.9	12.8	12.0	11.0	11.0
存货周转天数	106.7	96.4	111.1	105.0	105.0	100.0
应付账款周转天数	59.4	60.3	65.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	30.7	27.9	25.1	26.9	20.7	15.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.02%	-54.57%	-9.75%	4.74%	-6.68%	-27.99%
EBIT利息保障倍数	30.1	-124.1	6.4	6.1	7.4	13.0
资产负债率	50.05%	54.81%	65.76%	66.58%	64.24%	60.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	3	5	12	60
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.29	1.20	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-08	增持	82.46	93.70 ~ 93.70
2	2020-11-01	买入	94.50	N/A
3	2021-01-27	买入	102.20	N/A
4	2021-04-20	买入	70.78	N/A
5	2021-04-29	买入	76.67	N/A
6	2021-06-17	买入	53.98	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402